14 maja 2013 □ 8 stron

CitiWeekly

W kwietniu inflacja znów poniżej oczekiwań?

- Kluczową publikacją tego tygodnia będą dane o inflacji za kwiecień, które według naszych szacunków pokażą spadek inflacji do 0,6% r/r z 1% w marcu, poniżej oczekiwań rynku na poziomie 0,7% r/r. Biorąc pod uwagę wydźwięk komunikatu RPP w maju sądzimy, że oczekiwany dalszy spadek inflacji będzie argumentem za kolejną obniżką stóp procentowych na posiedzeniu RPP w czerwcu.

- Na majowym posiedzeniu RPP zdecydowała się obniżyć stopy procentowe o 25 pb, a stopa referencyjna spadła do 3,00%, najniższej w historii. Rada uzasadniła decyzję słabszymi od oczekiwań danymi z gospodarki oraz niższa od prognoz inflacją. Komunikat RPP był utrzymany w gołębim tonie podobnie jak komentarze prezesa NBP. Po oczekiwanej przez nas obniżce stóp w czerwcu sądzimy, że RPP zakończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej, biorąc pod uwagę oczekiwany przez nas podwyższenie prognozy inflacji na 2014 r. w nowej projekcji inflacji NBP. Jednocześnie jednak oceniamy ryzyko kolejnej redukcji stóp w lipcu jako wysokie. Naszym zdaniem drzwi do obniżek zamkną się w drugiej połowie roku za sprawą stopniowego wzrostu inflacji i powolnego ożywienia gospodarczego.

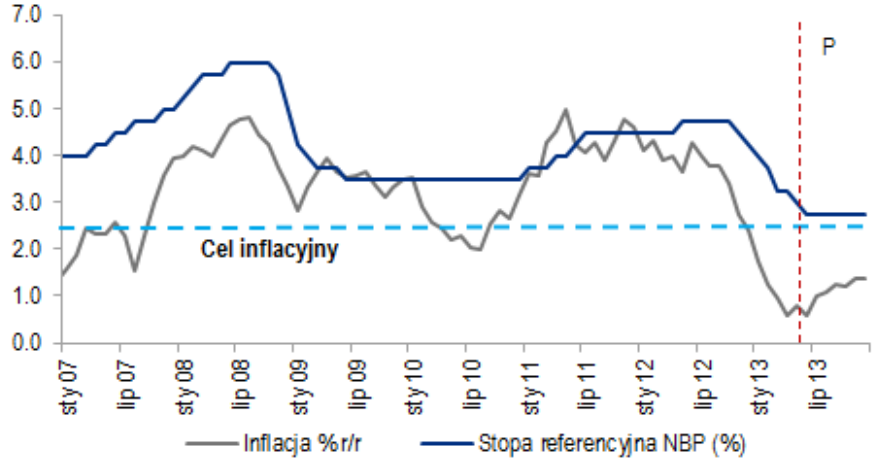
- W tym tygodniu (we wtorek) poznamy także przedwstępny szacunek danych o PKB za I kwartał, gdzie podobnie jak rynek oczekujemy stabilizacji tempa wzrostu PKB na poziomie 0,7% przy niewielkim ożywieniu konsumpcji prywatnej oraz dalszym pogłębieniu spadku inwestycji. W środę poznamy dane o bilansie płatniczym za marzec, które pokażą naszym zdaniem spadek deficytu obrotów bieżących do ok 0,5 mld EUR za sprawą napływu środków unijnych z asymetrycznym ryzykiem po stronie niższego deficytu. Z kolei za granicą opublikowane zostaną dane o PKB za I kw. w strefie euro i w Japonii, indeks ZEW w Niemczech oraz dane o inflacji i nastrojach konsumentów w USA.

- ***Tabela 1. Prognozy rynkowe***

	€/zł	$/zł	£/zł	€/$	NBP	EBC	WIBOR 3M	PLGB 10Y	10Y Bund	10Y Treasuries
II KW 13	4,12	3,15	4,79	1,31	2,75	0,50	3,13	3,50	1,40	1,86
II KW 14	4,09	3,33	4,70	1,23	3,00	0,25	3,36	4,20	1,40	2,83

Źródło: Citi Handlowy, Citi Research. Prognozy rentowności Bundów i amerykańskich obligacji średnio w okresie, pozostałe prognozy na koniec okresu. Prognozy z dnia 17.04.2013 r.

Wykres 2. Oczekujemy głębszego niż rynek spadku inflacji w kwietniu do 0,6% r/r i obniżki stopy referencyjnej o 25 pb w czerwcu, a kolejna obniżka w lipcu nie jest wykluczona.

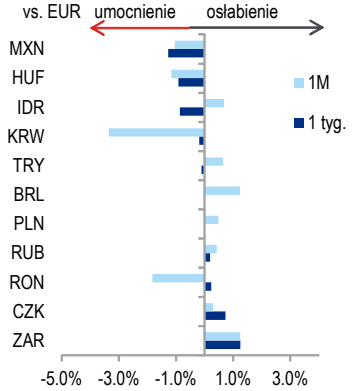


Źródło: Parkiet, Citi Handlowy

Piotr Kalisz, CFA
+48-22-692-9633
piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek
+48-22-692-9421
cezary.chrapek@citi.com

Wykres 1. Zmiany kursów walut



Według stanu na dzień 10.05.2013

Tabela 2. Przegląd rynków finansowych

	10/5/13	1 tyg.	1M	YTD	2012
EUR/PLN	4.14	0.0%	0.5%	1.8%	-8.8%
USD/PLN	3.19	0.7%	0.7%	3.4%	-10.3%
EUR/USD	1.30	-0.6%	-0.1%	-1.5%	1.9%
	%	pb	pb	pb	pb
Stopa NBP	3.00	-25	-25	-125	-25
WIBOR 3M	2.93	-14	-44	-120	-86
FRA1x4	2.67	-19	-55	-114	-113
FRA3x6	2.47	-9	-51	-93	-145
FRA6x9	2.32	-7	-47	-72	-168
FRA9x12	2.29	-8	-46	-63	-168
	$	%	%	%	%
Złoto	1447.7	-1.3%	-8.0%	-13.5%	7.0%
Ropa	101.2	0.1%	-3.0%	-7.4%	-6.4%
	pkt	%	%	%	%
WIG20	2338.2	1.4%	-0.3%	-9.5%	20.4%
S&P	1633.7	2.3%	4.5%	14.5%	13.4%
	%	pb	pb	pb	pb
10Y Bunds	1.39	20	15	8	-52
10Y Treasuries	1.90	28	15	14	-12
Rentowność 2Y	2.55	-4	-42	-60	-171
Rentowność 5Y	2.71	-2	-32	-51	-211
Rentowność 10Y	3.13	-3	-38	-61	-217
	pb	pb	pb	pb	pb
CDS	76.6	-4	-7	-3	-199

Spis treści **Nr str.**

- Podsumowanie 1
- Kalendarz publikacji 2
- Zapowiedź tygodnia 2
- Miniony tydzień 3
- Tabela z prognozami 7

Kalendarz publikacji

Godz. publikacji	Kraj	Informacja	jednostka	Okres	Prognoza Citi	Konsensus rynkowy	Poprzednia wartość
14 maj		**WTOREK**					
10:00	**PL**	**Przedwstępny szacunek PKB**	**% r/r**	**I kw**	**0,7**	**0,7**	**0,7**
10:00	**PL**	**Konsumpcja prywatna**	**% r/r**	**I kw**	**0,5**	**0,1**	**-0,2**
10:00	**PL**	**Inwestycje**	**% r/r**	**I kw**	**-5,5**	**-5,3**	**-4,1**
11:00	EMU	Produkcja przemysłowa	% m/m	III	0,4	0,2	0,4
11:00	DE	Indeks ZEW	pkt	V	33,0	39,0	36,3
14:00	**PL**	**Podaż pieniądza**	**% r/r**	**IV**	**5,5**	**7,1**	**5,3**
15 maj		**ŚRODA**					
08:00	DE	Wstępny PKB	% r/r	I kw.	-0,4		-0,3
12:00	EMU	Wstępny PKB	% kw/kw	I kw.	0,0	-0,1	-0,6
14:00	**PL**	**CPI**	**% r/r**	**IV**	**0,6**	**0,7**	**1,0**
14:00	**PL**	**Bilans obrotów bieżących**	**mln EUR**	**III**	**-475,0**	**-33,0**	**-303,0**
14:00	**PL**	**Eksport**	**mln EUR**	**III**	**12798,4**	**12780,0**	**12090,0**
14:00	**PL**	**Import**	**mln EUR**	**III**	**13101,5**	**12550,0**	**11488,0**
14:30	USA	Empire State	pkt	V		4,8	3,1
14:30	USA	PPI	% m/m	IV	-0,4	-0,3	-0,6
15:15	USA	Produkcja przemysłowa	% m/m	IV	0,0	-0,1	0,4
16:00	USA	Indeks nastrojów deweloperów NAHB	pkt	IV		43,0	42,0
16 maj		**CZWARTEK**					
1:50	JP	PKB	% r/r	I kw.			
11:00	EMU	Finalny HICP	% r/r	IV	1,2	1,2	1,2
12:00	**PL**	**Aukcja obligacji**					
14:00	**PL**	**Inflacja netto**	**% r/r**	**IV**	**0,8**	**0,8**	**1,0**
14:30	USA	CPI	% m/m	IV	-0,3	-0,2	-0,2
14:30	USA	Rozpoczęte inwestycje budowlane	mln	IV	0,97	0,99	1,04
14:30	USA	Pozwolenia na budowę	mln	IV	0,92	0,95	0,91
14:30	USA	Liczba nowych bezrobotnych	tys.	IV	330,0	335,00	323,00
16:00	USA	Indeks Philly Fed	tys.	V	0,0	3,0	1,3
17 maj		**PIĄTEK**					
15:55	USA	Indeks Michigan	pkt	V	80,0	77,0	76,4
16:00	USA	Wskaźniki wyprzedzające	%	V	0,3	0,1	-0,1

Źródło: Reuters, Bloomberg, Parkiet, urzędy statystyczne, banki centralne, prognozy Citi

Zapowiedź tygodnia

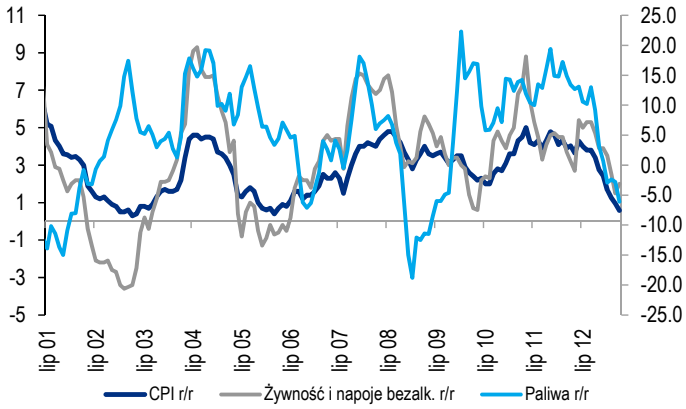
CPI

Oczekujemy głębszego od oczekiwań rynku spadku CPI do 0,6% r/r

Według naszych szacunków inflacja spadła w kwietniu do 0,6% r/r z 1% w marcu. Niższa inflacja głównie wynikała z dalszego spadku cen paliw (-2% m/m), co obniżyło roczne tempo wzrostu do -6,1% r/r z -2,9% r/r w marcu.

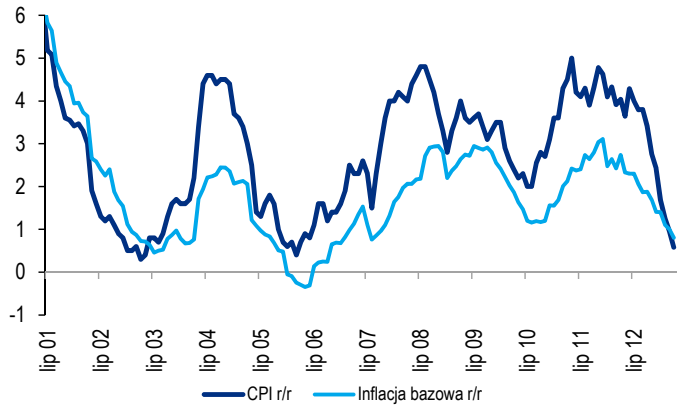
Jednocześnie zakładamy kontynuację, choć w minejszej niż dotychczas skali, dezinflacji w „łączności". Ponadto w naszych prognozach zakładamy stosunkowo niewielki wzrost cen żywności (0,6% m/m) oraz mniejszy niż w ubiegłych latach wzrost cen odzieży o obuwia.

Wykres 3. Inflacja i główne składowe



Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 4. Inflacja i inflacja bazowa



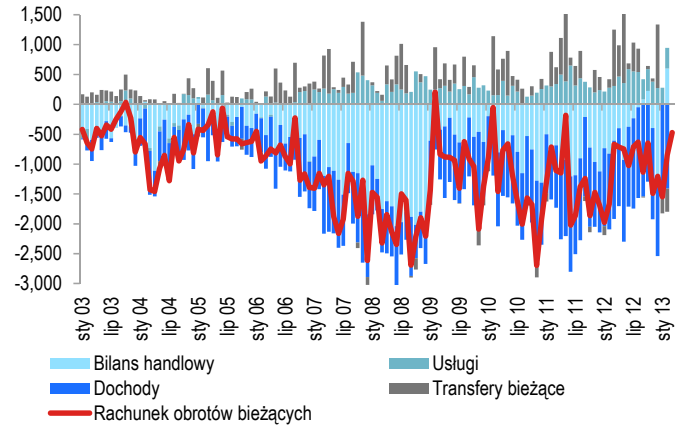
Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Bilans płatniczy

W marcu najprawdopodobniej doszło do dalszego spadku deficytu obrotów bieżących za sprawą napływu środków unijnych

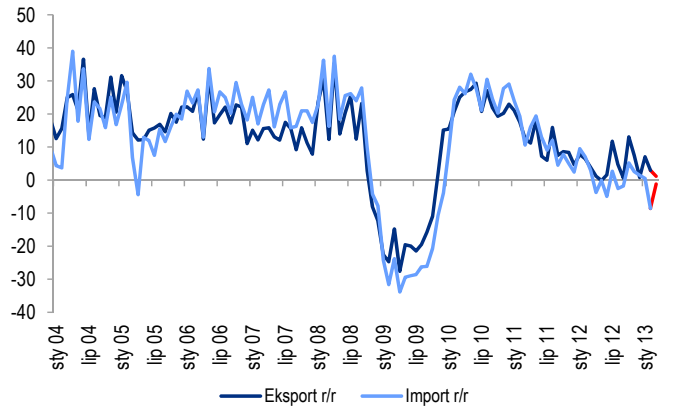
Oczekujemy spadku deficytu obrotów bieżących w marcu do nieco poniżej 0,5 mld EUR przede wszystkim za sprawą znacznego napływu środków z UE. Poza tym oczekujemy w marcu spowolnienia wzrostu eksportu do -1,5% r/r z -8,8% r/r w lutym oraz lekkiego odreagowania w imporcie z bardzo niskich poziomów w lutym, co doprowadzi naszym zdaniem do pogorszenia bilansu handlowego do ok. -0,6 mld EUR z 0,3 mld EUR w lutym. Jednak, pogorszenie salda w handlu zagranicznym będzie w pełni zniwelowane przez znaczny napływ środków unijnych oraz niewielką poprawę na rachunku usług oraz dochodów. Wciąż oczekujemy spadku deficytu obrotów bieżących do końca roku poniżej 3% PKB za sprawą słabego popytu krajowego.

Wykres 5. Bilans obrotów bieżących



Źródło: NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 6. Eksport i import



Źródło: NBP, Citi Handlowy.

USA

W USA opublikowane zostaną dane o inflacji, które według analityków Citi pokażą głębszy od oczekiwań rynku spadek cen konsumentów za sprawą spadających cen energii. Natomiast indeks Michigan najprawdopodobniej pokaże poprawę nastrojów konsumentów w maju. Ponadto poznamy kolejne dane z rynku nieruchomości, które mogą pokazać trochę słabsze odczyty za kwiecień niż za marzec.

Strefa euro

W strefie euro zostaną opublikowane dane o PKB za I kwartał, które według ekonomistów Citi pokażą stagnację PKB w ujęciu kwartalnym po znacznym spadku w IV kw. ubiegłego roku. W I kwartale poprawa w danych o PKB wynikała przede wszystkim z kondycji gospodarki niemieckiej, podczas gdy inne kraje notowały kolejne spadki PKB. Po lepszych od oczekiwań danych o produkcji za marzec w Niemczech w tym tygodniu rynki skupią uwagę na danych ZEW.

Japonia

Istotne dane z punktu widzenia dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez Bank Japonii będą dane o PKB Japonii za I kwartał.

Miniony tydzień

RPP

RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb …

… i zasugerowała, ze w kolejnych miesiącach będzie skupiała przede wszystkim uwagę na perspektywach inflacji

Wbrew konsensusowi analityków, ale zgodnie z oczekiwaniami rynku w maju RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, do rekordowo niskich poziomów. Stopa referencyjna spadła do historycznie niskiego poziomu 3%. Według komunikatu Rady opublikowanego po posiedzeniu RPP będzie uzależniała kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych od ryzyka kształtowania się inflacji w średnim terminie poniżej celu. Jednocześnie w maju Rada usunęła z komunikatu sformułowanie, że równie ważne będzie kształtowanie się ścieżki wzrostu gospodarczego. Biorąc pod uwagę naszą prognozę inflacji zakładamy, że Rada będzie kontynuować łagodzenie polityki pieniężnej. Jednym z istotnych stwierdzeń w trakcie konferencji prasowej była wypowiedź prezesa NBP, o tym, że majowej redukcji stóp nie należy traktować, jako rozpoczęcia nowego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, a raczej jako korektę marcowej decyzji, gdy Rada stwierdziła, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej został „dopełniony". Naszym zdaniem stwierdzenia w komunikacie i na konferencji prasowej były stosunkowo ogólne i choć pozostawiają przestrzeń do kolejnych obniżek stóp w najbliższych miesiącach to trudno jednoznacznie wskazać dalszy scenariusz stóp procentowych preferowany przez RPP. Sądzimy, ze kolejne decyzje będą uzależnione od napływających danych, szczególnie danych o inflacji publikowanych w maju i czerwcu, ale także od danych o PKB za I kwartał.

Oczekujemy kolejnej obniżki stóp w czerwcu …

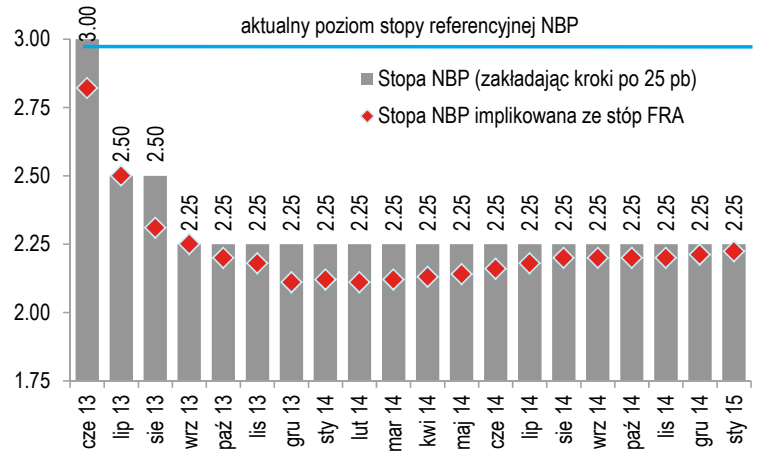
… a prawdopodobieństwo jeszcze jednej obniżki stóp w lipcu jest wysokie

Sądzimy, że rynek przeszacowuje skale dalszego łagodzenia polityki pieniężnej

Oczekujemy obniżki stóp procentowych o 25 pb w czerwcu z ryzykiem kolejnego ruchu w lipcu. Dotychczas zakładaliśmy, że stopa referencyjna osiągnie poziom 2,75% w lipcu. Obecnie uważamy, że ten poziom może zostać osiągnięty już w czerwcu. Jednocześnie uważamy, że ryzyko głębszego poluzowania polityki pieniężnej jest większe niż wcześniej zakładaliśmy, gdyż RPP wydaje się kierować głównie zachowaniem bieżącej inflacji, a zgodnie z naszymi prognozami inflacja pozostanie niska w najbliższych miesiącach. Lepsza ocena przyszłych decyzji Rady będzie

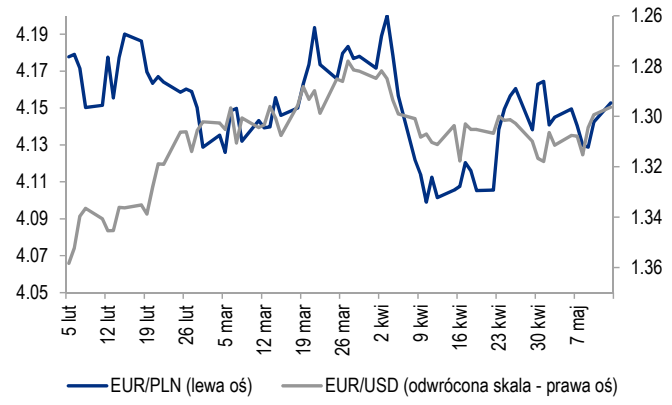
możliwa w najbliższych tygodniach, gdy część członków zabierze głos oraz po publikacji danych o PKB za I kwartał.

Wykres 7. Stopa NBP implikowana ze stawek FRA



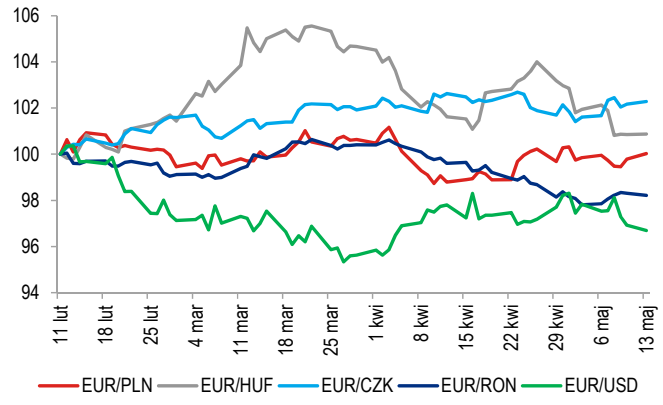
Źródło: GUS, NBP, prognoza Citi Handlowy.

Wykres 8. EUR/PLN i EUR/USD (dane dzienne)



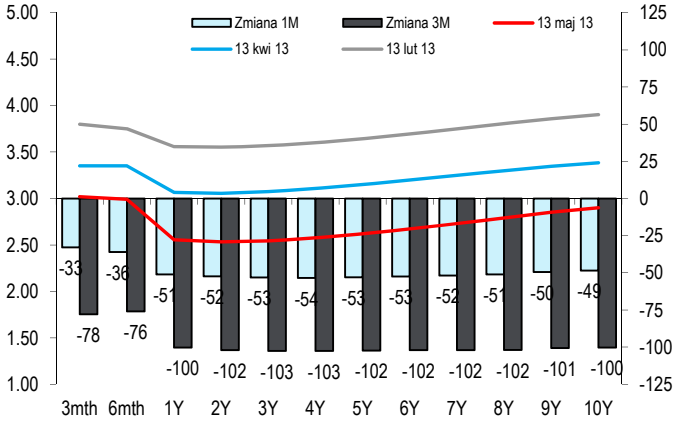
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 9. Kursy walutowe (zmiana w okresie trzech miesięcy)



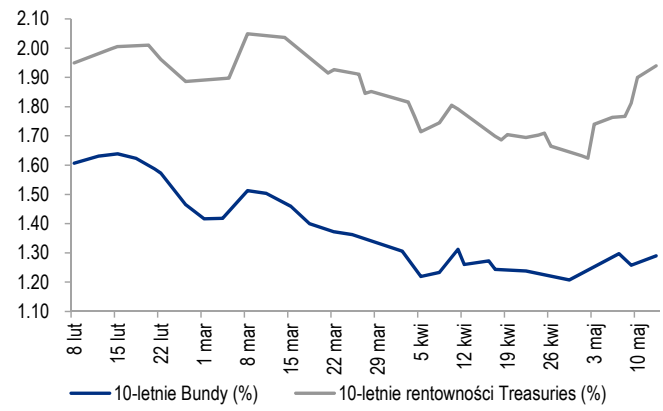
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 10. Krzywa swap



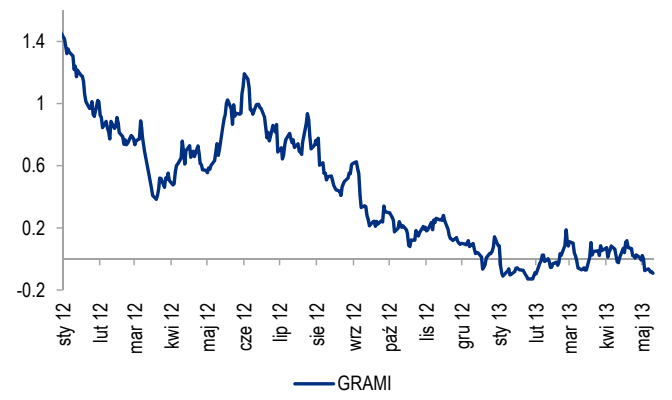
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 11. Rentowności 10-letnich obligacji USA oraz Niemiec



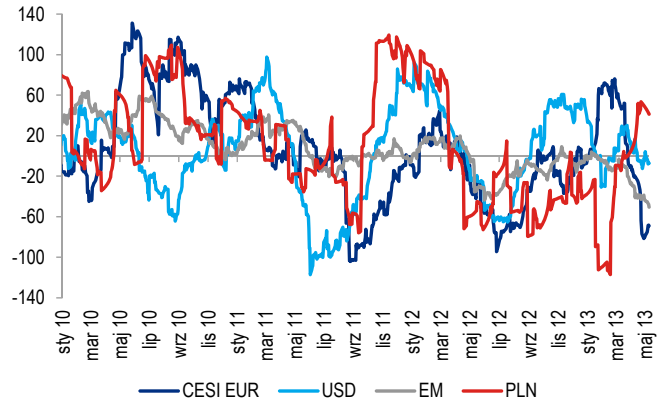
Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 12. Indeks awersji do ryzyka Citi - GRAMI



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Wykres 13. Indeks niespodzianek makroekonomicznych Citi (CESI – Citi Economic Surprise Index)



Źródło: Bloomberg, Citi Research.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 3. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2007	2008	2009	2010	2011	2012P	2013P	2014P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	426	533	433	470	515	490	506	524
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,175	1,273	1,344	1,417	1,523	1,596	1,644	1,734
PKB per capita (USD)	11,168	13,982	11,332	12,210	13,361	12,724	13,118	13,609
Populacja (mln)	38.1	38.1	38.2	38.5	38.5	38.5	38.5	38.5
Stopa bezrobocia (%)	11.2	9.5	11.9	12.2	12.2	13.3	14.2	13.4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (%, r/r)	6.8	5.1	1.6	3.9	4.3	2.0	1.3	2.8
Inwestycje (%, r/r)	17.6	9.6	-1.2	-0.4	9.0	0.6	-3.1	2.6
Spożycie ogółem (%, r/r)	4.6	6.1	2.0	3.4	1.5	0.4	1.0	2.1
Konsumpcja indywidualna (%, r/r)	4.9	5.7	2.1	3.2	2.5	0.5	1.0	2.2
Eksport (%, r/r)	9.1	7.1	-6.8	12.1	7.7	1.6	3.1	4.0
Import (%, r/r)	13.7	8.0	-12.4	13.9	5.5	-2.5	0.3	2.9
Ceny, pieniądz i kredyt								
Inflacja CPI (%, r/r)	3.9	3.4	3.7	3.2	4.6	2.4	1.5	2.5
Inflacja CPI (% średnia)	2.5	4.2	3.5	2.6	4.3	3.7	1.2	2.4
Płace nominalne (%, r/r)	9.3	10.3	4.4	3.3	4.9	3.4	2.0	4.2
Stopa referencyjna NBP (%, koniec okresu)	5.00	5.00	3.50	3.50	4.50	4.25	3.00	3.50
WIBOR1M, (%, koniec okresu)	5.37	5.41	3.56	3.46	4.57	4.01	3.18	3.80
Rentowność obligacji 5-letniej (koniec okresu)	6.11	5.34	5.91	6.07	5.91	3.73	3.90	4.50
USD/PLN (Koniec okresu)	2.45	3.00	2.87	2.96	3.44	3.08	3.36	3.33
USD/PLN (Średnia)	2.76	2.39	3.11	3.02	2.96	3.26	3.20	3.32
EUR/PLN (Koniec okresu)	3.58	4.17	4.11	3.96	4.46	4.07	4.20	4.06
EUR/PLN (Średnia)	3.78	3.52	4.33	3.99	4.12	4.19	4.15	4.09
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-20.3	-25.5	-9.7	-24.1	-25.0	-17.3	-14.0	-19.6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-4.7	-4.8	-2.2	-5.1	-4.9	-3.5	-2.8	-3.7
Saldo handlu zagranicznego	-17.1	-26.0	-4.3	-11.8	-14.1	-7.1	-3.8	-5.8
Eksport	145.3	178.7	142.1	165.9	195.2	187.6	205.7	225.2
Import	162.4	204.7	146.4	177.7	209.3	194.8	209.5	231.0
Saldo usług	4.8	5.0	4.8	3.1	5.7	6.2	7.4	8.5
Saldo dochodów	-16.4	-12.8	-16.6	-19.1	-22.9	-21.9	-22.6	-26.0
Bezpośrednie Inwestycje Zagraniczne netto	18.0	10.3	8.8	6.9	11.6	3.1	6.5	8.0
Rezerwy międzynarodowe	54.6	57.2	69.7	81.4	86.8	96.1	102.0	104.0
Amortyzacja	30.2	32.4	24.6	32.1	37.6	39.6	41.1	44.3

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Zespół Analiz Ekonomicznych i Rynkowych

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Chociaż fakty przedstawione w niniejszej publikacji pochodzą i bazują na źródłach, w których wiarygodność wierzymy, nie gwarantujemy ich poprawności. Mogą one być ponadto niekompletne albo skrócone. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszej publikacji są wyrazem naszej oceny w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Niniejszy dokument jest jedynie materiałem informacyjnym do użytku odbiorcy. Nie może on być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Pod żadnym pozorem, nie może być uznany za ofertę sprzedaży lub kupna ani propozycję dokonania jakiejkolwiek inwestycji. Bank Handlowy w Warszawie SA (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) od czasu do czasu mogą być zaangażowany w lub może dokonywać inwestycji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszym dokumencie.